



Perspectives chinoises

2011/3 | 2011
La médecine chinoise

Hong Kong et l'internationalisation du RMB

Man Kwong Leung

Traducteur : Antoine Roset



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/6026>
ISSN : 1996-4609

Éditeur

Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée

Date de publication : 30 septembre 2011
Pagination : 72-83
ISBN : 979-10-91019-00-2
ISSN : 1021-9013

Référence électronique

Man Kwong Leung, « Hong Kong et l'internationalisation du RMB », *Perspectives chinoises* [En ligne], 2011/3 | 2011, mis en ligne le 30 septembre 2014, consulté le 30 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/6026>

Hong Kong et l'internationalisation du RMB

MAN KWONG LEUNG*

RÉSUMÉ : La monnaie chinoise, le yuan renminbi (RMB), jouit d'une convertibilité restreinte en dehors de Chine continentale, c'est-à-dire à Hong Kong, depuis le début de l'année 2004. À partir de juillet 2009, une convertibilité beaucoup plus large du RMB a été autorisée pour le règlement des échanges commerciaux transfrontaliers. Cet article a pour objet d'évaluer les facteurs qui ont motivé l'internationalisation du RMB et le rôle joué par Hong Kong au cours de ce processus, dans un contexte d'évolution des marchés des changes chinois et d'étalonnage du taux de change du RMB en fonction du marché hongkongais. Il montre que l'objectif ultime de convertibilité totale du compte de capital poursuivi par la Chine est au cœur de l'internationalisation du RMB et que la crise financière mondiale de 2008 a joué un rôle de catalyseur dans ce processus. Avec la bénédiction politique des autorités centrales et grâce à ses liens commerciaux et financiers étendus avec la Chine continentale, Hong Kong a progressivement constitué un marché *offshore* de RMB pour compléter la libéralisation du compte de capital sur le continent. L'avenir de l'internationalisation du RMB dépendra d'une part de la croissance de l'économie chinoise qui renforcera les flux financiers en RMB entre les marchés *offshore* de Hong Kong et *onshore* de Shanghai, et d'autre part du développement équilibré de ces deux marchés.

MOTS CLÉS : Hong Kong, Chine, internationalisation du RMB

Après les réformes de 1978, tout en maintenant un taux de change officiel strict administré par Pékin et lié au dollar des États-Unis (USD), la Chine a autorisé, dans une certaine mesure, un taux de conversion déterminé par le marché afin de favoriser les échanges commerciaux et les investissements directs à l'étranger. En 1994, un taux de change unique a été institué et un marché de change a été établi à Shanghai. Depuis 1996, la monnaie chinoise, le yuan renminbi (RMB), est entièrement convertible pour le règlement des opérations courantes sur le continent, mais jusqu'en 2004, Pékin n'autorisait qu'une convertibilité très limitée du RMB en dehors de la Chine continentale, à Hong Kong. En 2009, suite à la crise financière mondiale de l'année précédente, la Chine a autorisé l'utilisation du RMB pour le règlement des opérations commerciales transfrontalières. Depuis, l'internationalisation du RMB s'est accélérée et Hong Kong s'est progressivement imposé comme le centre *offshore* pour la monnaie chinoise. Cet article a pour objet d'évaluer les facteurs qui ont motivé l'internationalisation du RMB et le rôle unique joué par l'ancienne colonie au cours de ce processus, sur fond d'évolution du marché des changes chinois et d'étalonnage du taux de change du RMB en fonction du marché hongkongais. Cet article s'organise de la manière suivante : la première partie examine les mesures institutionnelles intervenues sur le marché des changes de Chine continentale, en constante évolution. Dans la seconde partie, nous analysons la détermination du taux de change du RMB en utilisant l'approche des flux financiers. Les facteurs qui ont motivé l'internationalisation du RMB sont étudiés dans la troisième partie et le rôle unique de Hong Kong dans ce processus est examiné dans une quatrième partie. Les scénarios d'évolution de l'internationalisation du RMB feront l'objet d'une cinquième partie, tandis qu'une sixième partie viendra conclure l'article.

Structure du marché des changes chinois

Conformément à la politique de la porte ouverte liée aux réformes de 1978, la Chine a commencé par réformer progressivement son système de change rigide fixé à l'USD. À partir du mois de mars 1979, la nouvelle Administration d'État du contrôle des changes (ou SAFE pour State Administration of Foreign Exchange), bureau spécialisé contrôlé par la Banque populaire de Chine (BPC⁽¹⁾), s'est vue assigner le rôle d'organisme de régulation sur les marchés des changes chinois. De 1979 à 1994, la SAFE autorisait les entreprises nationales et étrangères à compenser entre elles leurs besoins en monnaies étrangères, en effectuant des swaps de devises déterminés par le marché dans des centres spécifiques, tout en maintenant le taux de change officiel pour le RMB.

Les deux taux de change ont été unifiés (1 USD = 8,7 RMB) en janvier 1994, entérinant ainsi l'acceptation de l'article VIII du Fonds monétaire international qui interdit les pratiques de taux de change multiples et discriminatoires⁽²⁾. Trois mois plus tard, un marché des changes national, le Système de transaction de change (ou CFETS pour China Foreign Exchange Trading System) a été établi à Shanghai. Les institutions financières qui souhaitent intervenir sur ce marché doivent être examinées et approuvées

* Man Kwong Leung est maître de conférences à l'École de comptabilité et de finance, Faculté de commerce de l'Université polytechnique de Hong Kong (afmkl@inet.polyu.edu.hk). L'auteur souhaite remercier sincèrement deux relecteurs anonymes ainsi que Trevor Young pour leurs précieux commentaires sur cet article.

1. La BPC est officiellement devenue la banque centrale chinoise par décision du Conseil d'État en septembre 1983. Aujourd'hui, Yi Gang, directeur de la SAFE, est également l'un des vice-présidents de la BPC.

2. En décembre 1993, le taux officiel et le taux des swaps étaient respectivement de 5,7 et 8,7. Le taux unifié s'est aligné sur le taux des swaps dans la mesure où ce dernier était utilisé dans 80 % des transactions sur le marché des changes.

Tableau 1 – CFETS : Produits de change et membres (31 mars 2011)

	Échanges contre le RMB				Échanges entre devises étrangères au comptant
	Au comptant	À terme	Swap de changes	Swap de devises	
Paires de devises*	7	5	5	5	9
Membres	295	75	71	24	84

Note : *dont l'une est le RMB, à l'exception des échanges entre devises étrangères au comptant.

Source : Site internet Chinamoney

par la BPC avant d'y être admises. En décembre 1996, le RMB devient totalement convertible pour les opérations de compte courant de la balance des paiements. Les restrictions sur le compte de capital sont maintenues pour les investissements directs et financiers au sein et en dehors de Chine ⁽³⁾.

Depuis l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce en tant que pays en développement en décembre 2001, le secteur financier chinois, dominé par les banques, a connu des améliorations significatives de ses marchés et politiques monétaires ⁽⁴⁾. Cela a fourni à la Chine les bases pour évoluer d'un système de rattachement au dollar vers un système de flottement dirigé en juillet 2005, ce qui a permis une flexibilité accrue des changes en fixant le taux de change du RMB par rapport à un panier de devises ⁽⁵⁾. Depuis, le marché des changes chinois a connu une augmentation constante d'institutions membres et l'introduction de nouveaux produits.

Change au comptant

Le change au comptant consiste à acheter une devise avec une autre pour une livraison simultanée. Sept devises étrangères majeures s'échangent au comptant contre le RMB (CNY) à Shanghai ⁽⁶⁾ : le dollar des États-Unis (USD), le yen japonais (JPY), le dollar de Hong Kong (HKD), l'euro (EUR), la livre britannique (GBP), le ringgit malais (MYR) et le rouble russe (RUB). Compte tenu du rôle dominant de l'USD dans l'investissement et le commerce international, la paire de devises USD/CNY a représenté plus de 90 % des transactions de devises au comptant en Chine.

Suite à la rupture du monopole de la Banque de Chine (BDC) sur les opérations de change à partir de 1994, d'autres institutions financières ont été approuvées par la BPC pour échanger des devises étrangères contre du CNY sur la plateforme CFETS. Le tableau 2 montre que les membres prati-

quant des transactions au comptant sont majoritairement des banques chinoises et étrangères au niveau municipal.

En Chine, entreprises et individus doivent acheter et vendre les produits de change en passant par des banques spécifiques. C'est pourquoi les cinq grandes banques d'État [la Banque industrielle et commerciale de Chine (BICC), la Banque agricole de Chine (BAC), la Banque de Chine (BDC), la Banque de construction de Chine (BCC) et la Banque des communications (BCOM)], avec leurs vastes opérations financières et leur réseau de succursales à travers le pays, ont représenté la majeure partie des transactions au comptant ⁽⁷⁾. Le contrôle strict sur le marché des changes se manifeste aussi par le fait qu'aucune compagnie d'assurance, société en valeurs mobilières ou société de gestion de fonds n'est membre du CFETS.

Change à terme

Dans les opérations de change à terme, les devises sont livrées à une date ultérieure avec un taux de change déterminé à l'avance. Les produits de change à terme permettent donc aux opérateurs internationaux de gérer les risques liés au change. En avril 1997, la BDC propose pour la première fois des produits de change à terme à ses clients. Trois des autres grandes banques (la BCC, la BICC et la BAC) ont suivi son exemple en 2003. À partir de juillet 2005, les risques de change sont devenus plus importants lorsque le taux de change du RMB a été déterminé par rapport à un panier de devises. Par conséquent, le CFETS a ouvert un marché à terme pour ses membres en août 2005. À l'heure actuelle, il y a moins de membres sur le marché à terme que sur le marché au comptant. À l'exclusion du MYR et du RUB, cinq devises internationales peuvent être échangées à terme contre le CNY. Simultanément, alors que les entreprises étrangères et les investisseurs en dehors de Chine ne pouvaient pas accéder à ce marché du change à terme, des contrats libellés en USD ou des contrats à terme non livrables (NDF pour *Non-Deliverable Forward*) en RMB ont été proposés par des banques internationales sur les marchés *offshore* de Singapour et de Hong Kong depuis 1996 ⁽⁸⁾.

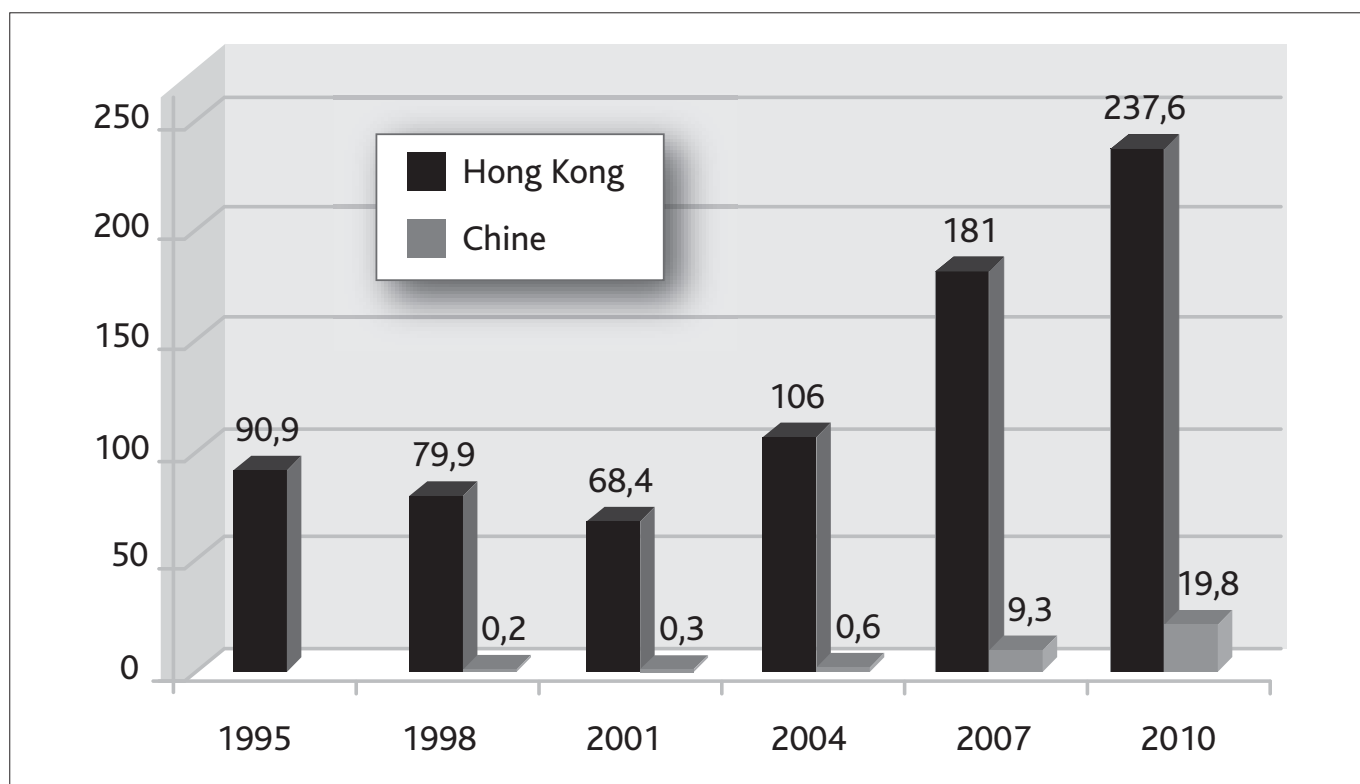
Tableau 2 – Types d'institutions membres pour les transactions au comptant de CNY (mars 2011)

Type	Nombre
Banques d'investissement public, nationales et commerciales municipales	99
Banques étrangères et leurs succursales	100
Institutions financières rurales	72
Entreprises financières	23
Entreprises non financières	1
Nombre total	295

Source : Site internet Chinamoney

- Pour une analyse plus détaillée du marché des changes en Chine de septembre 1978 à septembre 2005, voir Zhang Jikang et Liang Yuanyuan, « The Institutional and Structural Problems of China's Foreign Exchange Market and Implications for the New Exchange Rate Regime », *China: An International Journal*, vol. 4, n° 1, 2006, p. 60-85.
- Voir Man Kwong Leung et Lu Qianjin, « Changing Money Market and Monetary Policy Operations in China: An Institutional Perspective », *Journal of Contemporary China*, vol. 20, n° 69, 2011, p. 287-305.
- Les différentes monnaies qui composent le panier et leur part relative n'ont pas été rendues publiques. Cependant, il est probable que le dollar en constitue la principale monnaie dans la mesure où les États-Unis ont été le premier partenaire commercial de la Chine entre 2005 et 2010.
- Ces codes ISO de 3 lettres ont été adoptés pour désigner les devises sur les marchés des changes internationaux. CNY est le code employé pour le RMB *onshore*. La paire de devises USD/CNY = 6.50, ce qui signifie que 1 USD = 6,5 RMB.
- Zhang et Liang, « The Institutional and Structural Problems of China's Foreign Exchange Market and Implications for the New Exchange Rate Regime », *art. cit.*
- Voir Fung Hung-Gay et al., « Nondeliverable Forward Market for Chinese RMB: A First Look », *China Economic Review*, vol. 15, 2004, p. 348-352.

Graphique 1 – Volume de transactions quotidien moyen sur les marchés des changes de Chine et de Hong Kong (en milliards d'USD) de 1995 à 2010



Source : Banque des règlements internationaux

Swap de changes et swap de devises

Le swap de changes est l'achat immédiat (au comptant) d'une devise avec une autre assorti d'un accord d'inverser la transaction à une date ultérieure (à terme), et le swap de devises consiste à échanger le paiement des intérêts des devises tout en maintenant le swap de changes. Le CFETS a commencé à proposer des swaps de change et de devises à ses membres à partir d'avril 2006 et août 2007. Ces produits permettent également de gérer le risque sur les marchés des changes chinois. Comme sur le marché à terme, seules cinq devises sont échangées à l'aide de swaps de changes et de devises.

Paires de devises étrangères

Le CFETS autorise les échanges au comptant de paires de devises étrangères depuis mai 2005. À l'heure actuelle, neuf paires de devises sont échangées : AUD/USD, EUR/JPY, EUR/USD, GBP/USD, USD/CAD, USD/CHF, USD/HKD, USD/JPY et USD/SGD⁽⁹⁾.

Dès le début, les transactions sur le CFETS ont été conduites en utilisant le système centralisé de correspondance automatique, avec une priorité donnée au prix et au délai. Depuis le mois de janvier 2006, un système de tenue de marché a été introduit. Les teneurs de marchés fournissant des cours acheteurs et vendeurs, un échange bilatéral peut être conclu entre deux membres. Le graphique 1 montre qu'entre 1995 et 2010, le volume des transactions sur le marché des changes chinois a été très faible comparé au marché de Hong Kong. Le marché chinois a démarré sur une base très réduite avec un volume quotidien de transactions de 0,2 milliard

d'USD en 1998 à 19,8 milliards en 2010, tandis que les chiffres correspondant à la même période sur le marché de Hong Kong étaient de 79,9 et 237,6 milliards d'USD. De fait, Hong Kong fait partie des six plus grands marchés des changes de ces deux dernières décennies en termes de volume de transaction⁽¹⁰⁾.

En présentant les produits de change selon leur structure sur ces deux marchés en 2010, le tableau 3 montre que la somme des « opérations à terme sec » et des « swaps de change et de devises » représentait plus de 90 % du volume des transactions à Hong Kong tandis qu'elle ne représentait que 32 % sur le marché de la Chine continentale. Étant donné que 90 % des échanges au comptant étaient concentrés sur la paire de devise USD/CNY, cela montre que la recherche d'un développement stable par le contrôle des entrées et des produits proposés sur le marché devait passer par une remise en cause de la compétitivité, de la gamme de produits et de la gestion du risque sur les marchés chinois.

Détermination du taux de change du RMB onshore

Compte tenu de l'importance de l'USD dans le système de flottement dirigé mis en œuvre depuis 2005, c'est le cours pivot central pour la paire de devises USD/CNY qui a été déterminé en premier en se basant sur les taux proposés par 26 banques teneurs de marché. Le CFETS n'a cependant

9. AUD et CAD désignent respectivement le dollar australien et le dollar canadien.

10. Il n'y a pas de données disponibles après la réévaluation du RMB en juillet 2005, et les chiffres pour 2007 et 2010 sont dérivés de ceux fournis par l'enquête triennale de la BRI sur les marchés des changes internationaux.

Tableau 3 – Structure des marchés des changes en Chine et à Hong Kong en 2010

	Chine		Hong Kong	
	(en milliards d'USD)	Pourcentage (%)	(en milliards d'USD)	Pourcentage (%)
Au comptant	13,4*	67,7	43,8	18,4
Opération à terme sec	0,5	2,5	32	13,5
Swap de changes et swap de devises	5,9	29,8	184	77,4
Option de gré à gré	0	0	7,7	3,2
TOTAL	19,8	100	237,6	100

Source : Banque des règlements internationaux, rapport annuel de la SAFE

Note : *Dérivé des sources des tableaux 1 et 2. Volume de transaction des paires de devises étrangères inclus (0,2 milliard d'USD).

rendu publics ni les taux minimum et maximum, ni le coefficient correcteur appliqué aux autres banques pour obtenir le cours pivot. Sur la base du cours USD/CNY, les cours pivots pour HKD/CNY, GBP/CNY, JPY/CNY et EUR/CNY ont ensuite été dérivés des cours croisés USD/CNY et des cours en vigueur pour USD/HKD, GBP/USD, USD/JPY, EUR/USD sur les marchés des changes internationaux⁽¹¹⁾. Tous les cours pivots sont annoncés au début de chaque jour d'ouverture des marchés, à 9h15.

À l'heure actuelle, une marge de fluctuation est appliquée à chaque cours pivot. Tandis que les mouvements quotidiens pour le cours USD/CNY sont plafonnés à $\pm 0,5$ % du cours pivot, les marges de fluctuations pour HKD, JPY, EUR et GBP sont de ± 3 % et de ± 5 % pour MYR et RUB⁽¹²⁾. Les jours d'ouverture, les banques commerciales chinoises sont autorisées à avoir des marges de fluctuation de 1 et 4 % par rapport aux cours pivots pour les transactions de change et de devises avec leurs clients.

Les sources de l'offre et de la demande pour l'USD

Le change est de plus en plus considéré comme une catégorie d'actif au sein des marchés de change internationaux⁽¹³⁾. En tant qu'actif financier, la détermination du cours des devises est affectée par les taux d'intérêt relatifs et les mouvements attendus des taux de change. Sur les marchés des pays développés, les opérations de change sont dominées par les investissements de portefeuille libellés en différentes monnaies.

Étant donné le contrôle de la négociation de devises en Chine, l'approche axée sur les marchés d'actifs n'est pas un outil valide pour la détermination des taux de change. Le taux de change du CNY doit plutôt être analysé avec les flux financiers qui déterminent l'offre et la demande de devises étrangères contre du CNY sur les marchés des changes chinois. Lorsque le taux de change USD/CNY augmente, les produits chinois ainsi que les investissements directs et financiers en Chine deviennent moins chers pour les investisseurs étrangers. Il y a par conséquent plus d'USD en Chine. La courbe de l'offre d'USD (S_0) comparée au taux de change USD/CNY est composée par :

- Les gains en USD des entreprises exportatrices en Chine
- Les investissements directs à l'étranger (IDE) en Chine
- Les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (QFII pour *Qualified Foreign Institutional Investors*⁽¹⁴⁾).

Parallèlement, lorsque le taux de change USD/CNY diminue, les produits étrangers ainsi que les investissements directs et financiers à l'étranger devien-

nent plus chers pour les investisseurs chinois. Il y a alors moins de demande d'USD en Chine. La courbe de demande d'USD (D_0) est constituée par :

- Les besoins en USD des entreprises importatrices en Chine
- Les sorties d'investissements directs des entreprises chinoises (ODI pour *Outward Direct Investments*)
- Les investisseurs institutionnels nationaux qualifiés (QDII pour *Qualified Domestic Institutional Investors*⁽¹⁵⁾)

En supposant que toutes les opérations soient libellées en USD, le tableau 4 montre qu'à cause du contrôle des capitaux, les IDE et les QFII, comme les ODI et les QDII, représentent une part très limitée des sources d'offre et de demande d'USD sur le marché des changes de Shanghai. On peut constater que, même si les QFII représentent une part légèrement plus faible que les QDII, il y a eu des entrées nettes de fonds en USD provenant de l'excédent commercial constant ainsi qu'un volume plus important d'IDE par rapport aux ODI sur la période 2005-2010.

Pour un taux de change stable donné, l'entrée nette d'USD sera conservée par la SAFE pour augmenter ses réserves de change. Le tableau 4 montre que l'augmentation des réserves de change a été plus importante que les entrées de fonds par ces sources autorisées. Cela peut donner une indication du volume de capitaux fébriles (*hot money*) ou capitaux non autorisés à court terme en Chine. Ces capitaux, qui depuis quelques années sont utilisés pour spéculer sur l'appréciation attendue du RMB, prennent la forme de salaires et de gains d'exportation d'entreprises chinoises artificiellement élevés ou d'investissements directs à l'étranger falsifiés.

11. Étant donné les faibles volumes de transaction, les cours pivots pour CNY/MYR et CNY/RUB sont les cours moyens pondérés non-dévoilés proposés par les trois ou quatre banques qui déterminent le marché pour ces monnaies.
12. RUB et CNY s'échangent également sur le MICEX, le Moscow Interbank Currency Exchange, depuis décembre 2010.
13. La Banque des règlements internationaux (2010) a indiqué une hausse considérable des opérations de change au comptant due à la participation plus active d'autres institutions financières telles que les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement et les investisseurs de détail.
14. Autorisés par la SAFE depuis décembre 2002, les QFII permettent à des institutions financières étrangères non-établies en Chine d'acheter un certain quota de RMB avec des USD afin d'investir dans les produits financiers cotés sur les marchés boursiers chinois. En septembre 2010, 93 institutions financières se sont inscrites pour un quota total de 19 milliards d'USD.
15. Depuis mai 2006, la SAFE autorise un certain quota d'institutions financières nationales et étrangères en Chine à acheter des USD avec des RMB pour qu'elles puissent investir sur les marchés financiers étrangers. En septembre 2010, 87 institutions financières ont atteint un quota d'investissement de 67 milliards d'USD.

Tableau 4 – Sources d'offre et de demande d'USD sur les marchés de change

Offre d'USD (en milliards d'USD)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportations	762	969	1218	1431	1202	1578
IDE	60,3	63	74,8	92,4	90	105,7
Quotas QFII	2,2	3,3	1	2,8	3,2	2,5
Total (O)	824,5	1035,3	1293,8	1526,2	1295,2	1686,2

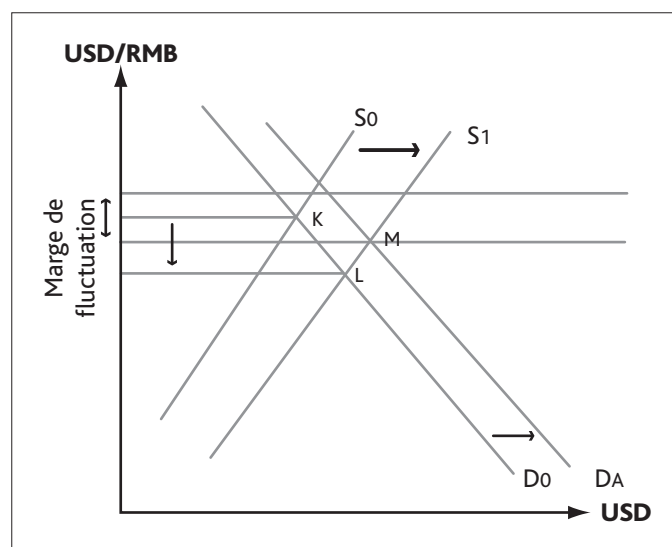
Demande d'USD (en milliards d'USD)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Importations	660	791	956	1133	1006	1395
ODI	12,3	17,6	26,5	55,9	56,5	50,2
Quotas QDII	-	9,7	30	3,3	8	7
Total (D)	672,3	818,3	1012,5	1192,2	1070,5	1452,2

(O) - (D)	152,2	217	281,3	334	224,7	234
Δ réserves de change	119	247,4	461,9	417,8	453,1	448,3

Source : China Statistical Yearbooks, Administration d'État du contrôle des changes

Le graphique 2 montre comment le taux de change est déterminé en fonction des sources totales d'offre et de demande d'USD et des politiques gouvernementales. Le cours pivot USD/CNY est illustré par l'intersection de D_0 et de S_0 à K, soumis à un plafonnement quotidien et une marge de fluctuation de $\pm 0,5\%$. L'offre plus importante de fonds en USD par rapport à la demande est représentée par une évolution de la courbe de l'offre vers la droite à S_1 . Le mouvement de baisse USD/CNY, ou la dépréciation de l'USD contre le CNY a pour effet d'orienter la courbe vers L, au-delà de la marge de fluctuation. La SAFE intervient alors en achetant des USD pour que la demande augmente jusqu'à D_A et que le taux de change recule jusqu'à la limite inférieure quotidienne permise à M.

Graphique 2 – Le marché des changes de RMB à Shanghai



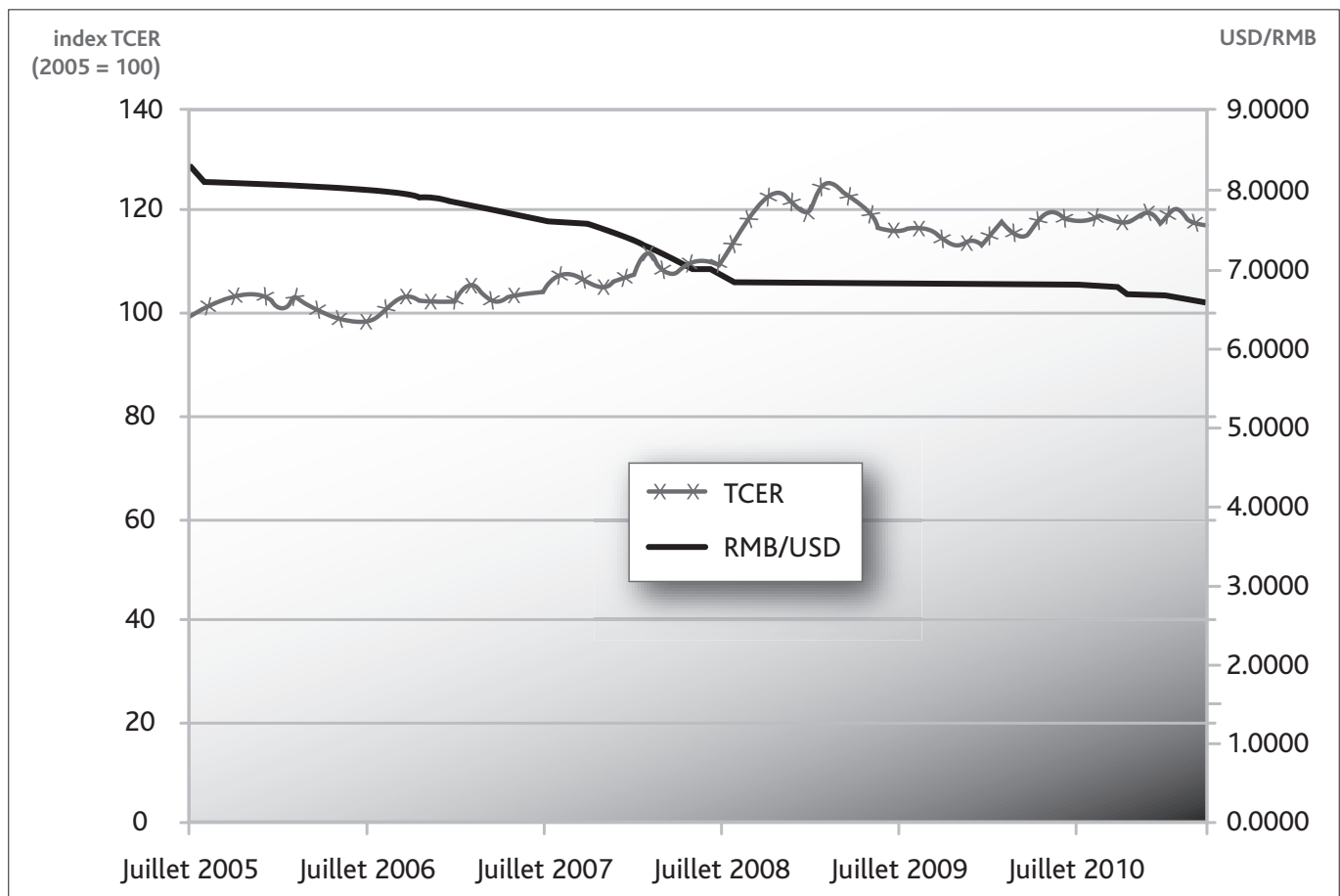
L'entrée de capitaux fébriles est représentée par un basculement à droite de la courbe de l'offre. La SAFE a réagi en imposant des pénalités importantes et des vérifications plus fréquentes des flux de capitaux. Ces coûts ont fait revenir la courbe de l'offre vers la gauche et atténuent l'impact des capitaux fébriles sur les taux de change. En plus de fixer les cours pivots et les marges de fluctuation, le gouvernement chinois serait également capable d'influencer le taux de change sur le long terme par une libéralisation des politiques sur le commerce, l'investissement direct et l'investissement financier en Chine et à l'étranger. Par exemple, avec l'augmentation des politiques de libéralisation sur les importations et les sorties d'investissements directs et en élargissant le quota des QDII, un basculement vers la droite de la courbe de la demande augmenterait le taux pour le cours USD/CNY et réduirait la pression appréciative du CNY.

Fluctuations des taux de change

Entre janvier 1994 et juillet 2005, le taux de change du RMB est resté stable autour de USD/CNY = 8,28. En juillet 2005, il y a eu une réévaluation du RMB à USD/CNY = 8,11⁽¹⁶⁾. Le graphique 3 montre les fluctuations du taux de change USD/CNY et de l'indice de taux de change effectif réel (TCER) entre juillet 2005 et avril 2011⁽¹⁷⁾. La plus grande part du commerce s'effectuant en USD, le gouvernement chinois a tenté de stabiliser le taux de change en contrôlant le cours USD/CNY. Le gouvernement a laissé le CNY réagir pour la première fois aux forces du marché par une appréciation no-

16. La réévaluation du RMB le 21 juillet 2005 ne s'est pas faite en réponse aux pressions internationales, mais plutôt pour atténuer la montée des capitaux fébriles et pour marquer une volonté de flexibilité. Voir Michael Goujon et Samuel Guérineau, « La modification de la politique de change chinoise : Logique, portée et développements récents », *Perspectives chinoises*, n° 93, 2006, p. 38-49.

17. L'indice de taux de change effectif réel est défini comme une moyenne pondérée par les échanges des taux de change bilatéraux des partenaires commerciaux de la Chine, corrigée par leur déflateur de prix respectif. Une augmentation de l'indice TCER du RMB indique une appréciation réelle de la monnaie suscitée par une modification de l'équilibre des échanges commerciaux, suggérant une perte de compétitivité externe des prix.

Graphique 3 – Fluctuations du cours USD/CNY et de l'indice TCER de juillet 2005 à avril 2011

Source : Administration d'État du contrôle des changes et Banque des règlements internationaux

minale de 17 % par rapport à l'USD qui est passé de 8,11 en août 2005 à 6,93 en juillet 2008. Durant la même période, l'indice TCER a subi une perte tendancielle de compétitivité externe de 8,7 % en passant de 101,4 à 110,2.

Lorsque l'impact de la crise financière mondiale a commencé à se faire sentir sur l'économie chinoise en juillet 2008, la Chine a de nouveau fixé sa monnaie sur l'USD et maintenu un taux de change stable, avec un cours USD/CNY restant proche de 6,83 durant les deux années qui suivirent. Avec la dépréciation des monnaies des partenaires commerciaux de la Chine, l'indice TCER a progressivement grimpé jusqu'à 126 en février 2009 puis chuté à 118 en juillet 2010 avec la dépréciation de l'USD auquel le RMB était lié. La stabilisation de l'économie mondiale en juillet 2010 a permis à la Chine de rattacher de nouveau sa monnaie à un panier de devises et de laisser son taux de change réagir aux forces du marché. Cela a eu pour conséquence une dépréciation de l'USD de plus de 3,2 %, qui est passé de 6,79 en août 2010 à 6,57 en avril 2011⁽¹⁸⁾.

Les facteurs de motivation de l'internationalisation du RMB

Comparés aux marchés de Hong Kong, le développement des marchés des changes chinois et le processus de détermination du taux de change du RMB ont été fortement influencés par les politiques gouvernementales sur le contrôle du capital. La convertibilité totale du compte de capital, ob-

jectif ultime poursuivi par le pays, a constitué une force motrice pour l'internationalisation du RMB – l'utilisation plus large de la monnaie chinoise par des individus et des entreprises situés en dehors de Chine – qui doit contribuer à la libéralisation du compte de capital et à la flexibilité des taux de change sur les marchés *offshore* et *onshore*. L'internationalisation du RMB comprend trois phases durant lesquelles le rôle du RMB est successivement celui d'une monnaie de règlement commercial, une monnaie d'investissement et une monnaie de réserve⁽¹⁹⁾. Lorsque l'accès aux marchés financiers chinois était encore restreint, le RMB se trouvait au stade préliminaire de ce processus qui a démarré à la fin des années 1990⁽²⁰⁾. La

18. Il serait dans l'intérêt de la Chine de laisser le RMB s'apprécier lentement, dans la mesure où cela aiderait à réduire l'inflation importée des matières premières et à relâcher les pressions inflationnistes en réduisant les réserves bancaires de RMB par l'achat d'USD par la BPC.

19. Pour internationaliser une devise de façon optimale, il faut d'une part qu'elle soit largement adoptée par le secteur privé pour le règlement des accords commerciaux et que ses investissements financiers soient libellés dans cette monnaie, et que d'autre part les gouvernements nationaux détiennent cette devise pour leur réserve nationale et y ancrent leur monnaie. C'est justement le cas du dollar américain, qui est la monnaie internationalisée par excellence. Voir Gao Haihong et Yu Yongding, « Internationalization of the RMB », Séminaire BOK-BIS à Séoul, 19-20 mars 2009.

20. Depuis la fin des années 1980, la Chine a développé ses échanges commerciaux avec les pays voisins tels que le Vietnam, la Birmanie, la Mongolie et la Russie. Le RMB est progressivement devenu une des monnaies principales pour ces transactions transfrontalières. Après la crise financière de 1997, la stabilité du taux de change dont faisait preuve le RMB et la solidité de l'économie chinoise ont accéléré l'utilisation de cette monnaie lors de ces activités commerciales aux frontières de la Chine. Cette régionalisation du RMB constitue les prémices de son internationalisation. Voir Li Jing, « Regionalization of the RMB and China's Capital Account Liberalization », *China & World Economy*, vol. 12, n° 2, 2004, p. 86-100.

crise financière mondiale de 2008 a joué le rôle de catalyseur en accélérant la stratégie d'internationalisation du RMB décidée par la Chine.

Les autorités chinoises ont déclaré publiquement que la convertibilité du compte de capital et la flexibilité du taux de change étaient deux objectifs à moyen terme. Lorsque ces objectifs seront atteints, la Chine, qui se trouve déjà au second rang mondial en termes de revenu national, pourra gagner en indépendance dans sa politique monétaire et mieux absorber les chocs externes⁽²¹⁾. Durant cette période de transition, les autorités chinoises ont reconnu qu'une ouverture prématurée du compte de capital présentait des risques si les mesures de régulation et de supervision de son secteur financier se révélaient inadéquates⁽²²⁾. Malgré les réformes financières, en particulier celles qui ont suivi l'entrée de la Chine à l'OMC, le secteur financier chinois n'était pas prêt pour la convertibilité du compte de capital, étant donné le contrôle de l'État sur le secteur bancaire, la réglementation stricte du marché obligataire privé et le caractère fortement spéculatif du marché boursier⁽²³⁾. La réponse politique a plutôt consisté à « traverser la rivière en tâtant chaque pierre »⁽²⁴⁾, en autorisant progressivement une plus grande flexibilité des taux de change et en relâchant prudemment le contrôle sur le compte de capital. La stratégie d'internationalisation du RMB via Hong Kong est une manifestation de ce positionnement politique. Cette stratégie présente deux avantages : elle donne le temps aux industries chinoises de s'adapter à l'évolution progressive des taux de change et aux autorités chinoises le temps d'améliorer le cadre réglementaire et de supervision ainsi que la gouvernance d'entreprise de son secteur financier⁽²⁵⁾.

La crise financière mondiale de 2008 qui a commencé aux États-Unis a fait de l'internationalisation du RMB un problème d'envergure mondiale⁽²⁶⁾. Pour relancer l'économie américaine dont les taux d'intérêt étaient proches de zéro, la Réserve fédérale a entrepris d'acheter une grande quantité de bons du Trésor à long terme pour tenter de diminuer les taux d'intérêt à long terme, par une stratégie monétaire connue sous le nom d'assouplissement quantitatif. Cette politique a eu pour effet une hausse marquée des liquidités en USD aux États-Unis et dans le monde, augmentant ainsi la volatilité de la monnaie et les risques baissiers. Par conséquent, l'attractivité du dollar en tant que monnaie d'investissement ou de réserve s'en est trouvée très affectée pour de nombreux pays, et surtout pour les marchés émergents. La Chine, qui en détient la plus grande réserve, a été particulièrement touchée⁽²⁷⁾. Par ailleurs, la Chine doit faire face à la pression politique grandissante en faveur d'une appréciation plus rapide du RMB de la part des États-Unis et de l'Union européenne qui imputent leur faible croissance et leur chômage important au déficit commercial avec la Chine. Ces événements ont incité la Chine à prendre les mesures nécessaires pour réduire le volume d'actifs en USD dans ses réserves et l'influence de cette monnaie sur la flexibilité de son taux de change. La stratégie d'internationalisation du RMB qui a officiellement commencé à Hong Kong en février 2004, mais qui s'est développée plutôt lentement depuis, doit maintenant s'accélérer⁽²⁸⁾, car il est probable qu'elle réduise cette vulnérabilité de la monnaie chinoise par rapport à la monnaie américaine sur le long terme et qu'elle permette à la Chine de diversifier ses réserves en achetant des ressources naturelles sur les marchés émergents, de plus en plus prêts à accepter des RMB⁽²⁹⁾. Par ailleurs, la Chine pourrait avoir une plus grande influence dans la région, dans la mesure où les pays de l'ASEAN commencent à accepter les actifs en RMB pour le règlement de leur excédent commercial avec la Chine. L'internationalisation du RMB est également susceptible de renforcer l'influence politique de la Chine au

sein du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale suite aux décisions prises pour augmenter les droits de vote du pays dans ces deux institutions supranationales⁽³⁰⁾.

Pressée par des facteurs motivant une internationalisation du RMB plus immédiate, la Chine a autorisé en juillet 2009 les règlements commerciaux transfrontaliers en RMB dans un projet pilote regroupant quatre villes de la province du Guangdong et Shanghai avec Hong Kong, Macao et les pays d'Asie du Sud-Est. Depuis le 23 juin 2010, le projet a été étendu à 18 provinces chinoises et à l'ensemble des pays du monde. Une autre avancée significative du processus d'internationalisation du RMB a été réalisée lorsque la BPC et la BOCHK (Bank of China Hong Kong), la chambre de compensation du RMB, ont signé en juillet 2010 un accord autorisant les banques de Hong Kong à compenser et à régler leurs transactions en RMB par la BOCHK. Toutes les entreprises de Hong Kong ont également été autorisées à transférer des fonds sur des comptes en RMB entre différentes banques hongkongaises sans aucune restriction. Cela a permis à d'autres institutions financières, telles que les compagnies d'assurance et les gestionnaires de fonds de proposer à leurs clients à Hong Kong et à l'étranger des polices d'assurance et des produits de fonds d'investissement en RMB. Les banques et les clients étrangers peuvent également avoir accès à ce nouveau marché interbancaire en RMB s'ils ouvrent un compte de règlement auprès d'une banque participante à Hong Kong.

Grâce à ces mesures de libéralisation, le montant mensuel moyen des règlements en RMB a littéralement décollé en passant de 4 milliards au premier semestre 2010 à 57 milliards pour le second semestre de la même

21. C'est une déduction du triangle d'incompatibilité établi par le modèle de Mundell-Fleming. À présent, par le contrôle des changes, la Chine peut fixer ses propres taux d'intérêt au sein de sa politique monétaire et maintenir un taux de change stable. Lorsque le RMB sera entièrement convertible au compte de capital, la Chine devra adopter un régime de taux de change flexible si elle veut conserver une politique monétaire indépendante. Voir Eswar Prasad et al., « Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China », IMF Policy Discussion Paper N° 05/01, janvier 2005.
22. Sur ce sujet, voir Eswar Prasad et Kose M. Ayhan, « Liberalizing Capital », *Finance and Development*, 2004, p. 50-51.
23. Pour une analyse plus détaillée, voir Nicholas Lardy et Patrick Douglass, « Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi », Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, n° 11-6, 2011.
24. Cette phrase de Deng Xiaoping illustre l'approche prudente adoptée lors de la réforme de la Chine post-maoïste.
25. Avec un système financier plus stable et plus solide, une meilleure flexibilité des taux de change est considérée comme un prérequis pour entreprendre une libéralisation conséquente du compte de capital en Chine. Voir Eswar Prasad et al., « Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China », art. cit. Cette stratégie trouve ses limites dans la mesure où la Chine doit supporter les pressions politiques des autres pays pour une libéralisation plus rapide des taux de change et du compte de capital et où elle doit réguler par des moyens administratifs les flux financiers non-autorisés à court terme à travers ses frontières.
26. Suite à la crise financière mondiale de 2008, le gouvernement chinois a mis en œuvre, par crainte d'un ralentissement économique, des mesures de relance budgétaire conséquentes à hauteur de 4 000 milliards de RMB et adopté une politique monétaire expansionniste. La Chine a réussi à maintenir un taux de croissance réel élevé de 9,2 % en 2009, et 10,3 % en 2010. L'accroissement massif des liquidités en RMB a été perçu comme la raison sous-jacente de la forte inflation de 2011, ce qui fera l'objet d'un futur projet de recherche. Sur les limites de la politique monétaire chinoise, voir Anne-Laure Baldi-Delatte, « Une question à mille milliards de dollars : le régime de change chinois est-il caduc ? », *Perspectives chinoises*, 2006, vol. 96, p. 12-23.
27. Sur ce sujet, lire Shalendra D. Sharma, « La Chine, créancier du monde et les États-Unis, débiteurs du monde : Conséquences sur les relations sino-américaines », *Perspectives chinoises*, n° 4, 2010, p. 107-123.
28. Depuis février 2004, les banques hongkongaises sont autorisées à fournir des services en RMB pour les opérations de dépôt, d'envois de fonds, de change et de carte de crédit pour les particuliers.
29. Melissa Murphy et Wen Jin Yuan, « Is China ready to challenge the dollar? Internationalization of the RMB and its Implications for the United States », Centre for Strategic and International Studies, octobre 2009.
30. Les droits de vote de la Chine au FMI et à la Banque mondiale ont été respectivement augmentés de 4 à 6,4 % et de 2,27 à 4,42 % en 2010. Sources : Fonds monétaire international et Banque mondiale.

Tableau 5 – Le marché des dépôts en RMB à Hong Kong

	Dépôts en RMB (milliards de RMB)	Nombre de banques proposant des services en RMB
Janvier 2009	54,4	39
juillet 2009	55,9	41
Juin 2010	89,7	77
Février 2011	407,7	113

Source : Autorité monétaire de Hong Kong

Note : Le nombre total de banques est de 143

année. En 2010, plus de 75 % du commerce transfrontalier en RMB est passé par Hong Kong. Cette montée des dépôts en RMB à Hong Kong a été attribuée aux entrées nettes de RMB dues au plus grand volume des exportations par rapport aux importations avec la Chine populaire⁽³¹⁾. Le tableau 5 montre que les dépôts en RMB et les banques participantes ont significativement augmenté à Hong Kong de 2009 à 2011.

Le rôle unique de Hong Kong

Il a souvent été tenu pour acquis, et c'est en effet le cas à en juger par la croissance rapide des opérations en RMB à Hong Kong (tableau 5), que l'ancienne colonie faisant partie de la Chine et ayant déjà un secteur financier bien développé, elle constituait le choix tout indiqué des autorités chinoises pour faire avancer l'internationalisation du RMB. Cependant, étant donné l'importance stratégique de l'internationalisation du RMB pour les économies de la Chine et de Hong Kong, on peut se demander pourquoi les autorités chinoises ont choisi d'utiliser Hong Kong comme une solution de remplacement à une véritable libéralisation *onshore* des flux de capitaux, comme ont fait les États-Unis en installant sur leur territoire des zones franches bancaires internationales, et aussi pourquoi ne pas avoir choisi Singapour comme centre bancaire *offshore*. Ces questions méritent une analyse en profondeur aussi bien du point de vue politique et économique, que de celui de la gestion des risques.

Hong Kong a été rendu à la souveraineté chinoise par l'administration britannique en juillet 1997 avec le concept innovant : « un pays, deux systèmes »⁽³²⁾. La poursuite du développement de Hong Kong en tant que place financière internationale dépend depuis ce jour de la bénédiction politique des dirigeants chinois⁽³³⁾. Depuis ce changement politique, les économies de la Chine continentale et de Hong Kong sont de plus en plus intégrées grâce aux mesures d'adaptation mises en œuvre par le gouvernement de la région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong, en particulier dans son secteur financier, en s'appuyant sur son autonomie économique, monétaire et financière⁽³⁴⁾. Étant donné le sous-développement et la fermeture du secteur financier chinois, on peut dire que ce sont les marchés bancaire, boursier et obligataire hongkongais qui ont le plus largement contribué au développement économique et financier de la Chine en tirant parti des liens économiques étroits ainsi que de la proximité géographique et culturelle avec le continent⁽³⁵⁾. Par ailleurs, grâce aux opérations des banques de Chine continentale et de la cotation d'actions et d'obligations chinoises sur les marchés hongkongais, l'expertise sur les pratiques com-

merciales, le développement de produits et la gouvernance d'entreprise a pu être transférée en Chine.

Hong Kong s'est vu attribuer un rôle fondamental dans le plan de développement de la région du delta de la rivière des Perles. Le dernier plan quinquennal, ou plan pour le développement économique et social (2011-2015) du gouvernement central, désigne également explicitement Hong Kong comme un centre *offshore* pour le RMB et un centre de gestion du patrimoine. Cela peut être perçu comme une mesure de rééquilibrage destinée à rassurer sur l'avenir de Hong Kong à un moment où Shanghai recevait l'approbation du gouvernement central pour devenir un centre financier et maritime international d'ici à 2020⁽³⁶⁾. Mais il n'en reste pas moins que le développement financier de Shanghai doit être plus progressif et graduel que celui de Hong Kong afin de mieux servir l'intérêt général et à long terme du pays.

Considérations politiques mises à part, le secteur financier de Hong Kong est mieux équipé que celui de Shanghai pour initier l'internationalisation du RMB. Hong Kong a plus d'expertise dans le développement des produits financiers et l'infrastructure sophistiquée de son marché financier sera plus à même de relier la Chine continentale avec le reste du monde en termes d'investissements financiers. Hong Kong a des marchés internationaux bancaire, monétaire et de change plus compétitifs que Shanghai, basés sur la libre circulation des capitaux, un cadre réglementaire et juridique bien établi et un système fiscal léger et simple. En décembre 2010, tandis que Hong Kong disposait de 122 banques étrangères et 23 banques locales proposant des services *onshore* et *offshore*, il y avait environ 20 banques nationales commerciales et 70 succursales et filiales de banques étrangères proposant des services *onshore* à Shanghai. Les banques à Hong Kong peuvent se livrer directement à des activités d'assurance, de gestion de patrimoine et de valeurs mobilières, tandis que leurs homologues sur le continent doivent se concentrer uniquement sur les activités de banques commerciales. Les marchés monétaires hongkongais font également une utilisation active du taux interbancaire HIBOR (Hong Kong Interbank Offered Rate) qui fournit une mesure de référence pour le coût des fonds interbancaires sans garantie en HKD⁽³⁷⁾. En Chine, malgré l'introduction du SHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate) en 2007, le marché interbancaire pour les emprunts sans garantie n'est pas très actif à cause des restrictions sur le nombre de participants et sur l'usage des fonds⁽³⁸⁾. C'est le

31. Peter Pang, « Hong Kong's Expanding Role as an Offshore RMB centre », Autorité monétaire de Hong Kong, 22 février, 2011.

32. L'article 109 du chapitre 5 de la Loi fondamentale, texte constitutionnel de la RAS, établit que « le gouvernement de la région administrative spéciale doit fournir un environnement économique et juridique propice au maintien du statut de Hong Kong en tant que centre financier international. »

33. Anne-Laure Delatte et Savary-Momet, « Made in China, ... financé à Hong Kong », *Perspectives chinoises*, n° 2, 2007, p. 62-72. Avant 2003, Jiang Zemin voulait réduire l'écart entre Shanghai et Hong Kong, qui était plus riche et développée. Le déclin économique marqué de Hong Kong, accéléré par l'épidémie de pneumonie atypique, a incité le gouvernement central à apporter son aide à la RAS avec des programmes pour inciter les voyages individuels à Hong Kong et des accords de partenariat économique renforcé (CEPA pour *Closer Economic Partnership Arrangement*).

34. Anne-Laure Delatte et Maud Savary-Momet, « Made in China, ... financé à Hong Kong », *art. cit.*

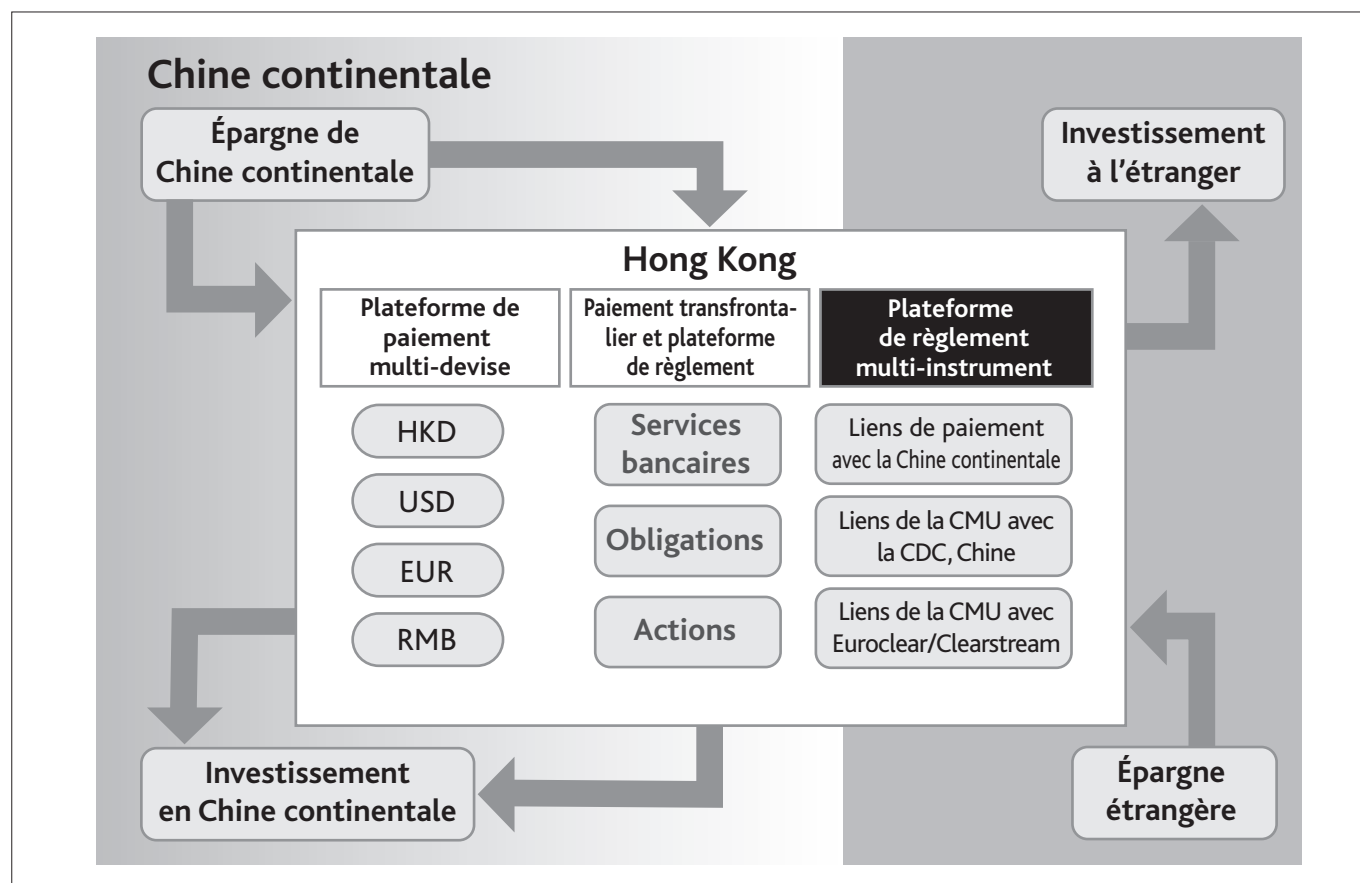
35. Sur l'intégration bancaire, voir Man Kwong Leung, « Banking Integration: Hong Kong and the People's Republic of China », *China Report: A Journal of East Asian Studies*, vol. 33, n° 3, 2007, p. 367-381. Sur l'intégration des marchés boursiers, voir Man Kwong Leung et Wai Sing Lee, « Stock Market Integration: Hong Kong and the PRC », *Asian Profile*, vol. 23, n° 4, 1997, p. 267-279. Sur l'intégration des marchés obligataires, voir Man Kwong Leung et Trevor Young, « Bond integration: The Chinese Mainland and Hong Kong », *Journal of Contemporary China*, vol. 15, n° 47, 2006, p. 297-309.

36. *China Daily*, 26 mars 2009.

37. En 2010, le ratio d'emprunt interbancaire non-garanti des banques à Hong Kong par rapport au PIB est de 650 %, et celui des banques en dehors de Hong Kong est de 640 %. (Source : Autorité monétaire de Hong Kong).

38. Leung et Lu, « Changing Money Market and Monetary Policy Operations in China: An Institutional Perspective », *art. cit.*

Graphique 4 – Le rôle de Hong Kong dans l'intermédiation financière avec la Chine continentale



Note : CMU = Central Moneymarkets Unit / CDC = China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd.

Source : Autorité monétaire de Hong Kong (2006)

rachat d'obligations adossées à des actifs qui permet à la place d'effectuer des emprunts interbancaires en Chine³⁹.

Hong Kong a joué un rôle d'intermédiaire important dans le développement économique et financier de la Chine. Les entreprises locales et étrangères installées à Hong Kong ont été les premières à faire du commerce et à investir en Chine après le début des réformes en 1978. Ces entreprises représentent la part la plus importante des investissements directs à l'étranger de ces trois dernières décennies en Chine, plus de 50 % en 2009. Après avoir bénéficié du développement international des entreprises chinoises, Hong Kong est aujourd'hui le premier destinataire des flux d'investissement directs chinois à l'étranger (ODI pour *Overseas Direct Investment*), 60 % étant destinés à Hong Kong ou y transitant. Par ailleurs, la Chine continentale a été le partenaire commercial le plus important de Hong Kong depuis 1985, elle représentait 48,9 % de son commerce en 2010, dont 53 % du total de ses exportations et réexportations et 45,4 % de ses importations. C'est ainsi que Hong Kong est devenu le troisième partenaire commercial de la Chine continentale, après les États-Unis et le Japon.

Encouragées par l'ampleur de ces investissements directs et de ces liens commerciaux, des banques locales et étrangères établies depuis longtemps à Hong Kong, telles que HSBC, Standard Chartered, Citibank et Bank of East Asia ont suivi leurs clients et furent les premières à entrer sur le marché bancaire chinois. Les banques chinoises, au premier rang desquelles la BOCHK, filiale de la Banque de Chine, ainsi que les filiales et les succursales de BCC, ICBC et ABC possèdent plus de 20 % des actifs du

marché bancaire hongkongais. Par sa position unique, la BOCHK, banque émettrice de HKD qui possède un réseau étendu de succursales, s'est vu attribuer le rôle de banque chargée des compensations et des règlements pour les opérations en RMB à Hong Kong et ailleurs dans le monde.

Les entreprises chinoises émettent des actions sur le marché boursier de Hong Kong pour lever des fonds depuis 1994. En décembre 2010, sur les 1 244 entreprises cotées sur le marché boursier de Hong Kong, 225 entreprises de Chine continentale ont émis des actions représentant 46 % de la capitalisation totale du marché et environ 40 % du volume moyen quotidien des transactions sur le marché secondaire. Hong Kong dispose également du seul marché obligataire en RMB en dehors de la Chine continentale. Depuis 2007, les banques chinoises émettent des obligations en RMB, elles ont été suivies depuis par les banques étrangères, le ministère des Finances et des entreprises multinationales comme McDonalds et Caterpillar. En décembre 2010, il y a eu 31 émissions d'obligations en CNH à Hong Kong, pour une valeur brute d'émission de 73,8 milliards de RMB. La forte demande internationale a provoqué une baisse de rendement des obligations en CNH (yuan chinois exécuté à Hong Kong) par rapport au rendement des obligations en CNY à échéance égale.

Hong Kong possède une plateforme multidevise complète et sophistiquée pour la compensation et le règlement des transactions financières. Le

39. En Chine, en 2010, le ratio de la valeur des accords de rachat d'obligations par rapport au PIB était de 220 % et celui des emprunts non-garantis était de 70 %. (Source : the PBOC Monetary Policy Implementation Report 4th Quarterly 2010).

CMU (Central Moneymarkets Unit), système informatisé pour la compensation et le règlement des obligations libellés en HKD et en devises étrangères, mis en œuvre par l'Autorité monétaire de Hong Kong (HKMA), est maintenant relié par un système de règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement System*) pour les paiements interbancaires pour l'HKD, l'USD, l'EUR et le CNY, afin d'assurer le paiement contre livraison des instruments de dette libellés dans ces quatre devises à la fin de chaque journée de transaction. Par ailleurs, le CMU est également relié à la China Government Securities Depository Trust and Clearing Co. Ltd depuis avril 2004 et l'HKMA est autorisée à investir sur le marché interbancaire chinois depuis décembre 2010⁽⁴⁰⁾. Le graphique 4 montre comment les infrastructures financières de Hong Kong lui ont permis de réaliser des opérations de commerce et de paiement dans quatre devises, et de fournir des services bancaires, d'investissement ou de dette au-delà de ses frontières. Hong Kong a établi la seule plateforme de compensation dotée d'un système de règlement brut en temps réel pour le RMB en dehors de la Chine continentale. Cela signifie que les banques en dehors de Hong Kong (si elles ne choisissent pas de passer par des banques correspondantes à Shanghai) doivent régler leurs transactions en RMB avec des banques correspondantes (qui ont un compte en RMB à la BOCHK) à Hong Kong. Cette collaboration entre les autorités financières de la RAS et celles du continent ont permis à Hong Kong d'avoir une position de précurseur, mais aussi d'exclusivité, en tant que centre *offshore* en RMB.

Les liens économiques et financiers étroits ainsi que les liens structurels de marché entre la Chine continentale et Hong Kong ont fourni au gouvernement chinois la motivation et la capacité de surveiller le processus d'internationalisation du RMB, et à l'ancienne colonie la motivation et l'opportunité de renforcer son rôle en tant que centre financier international dans la région.

Perspectives d'évolution de l'internationalisation du RMB

Le contrôle des changes opéré par la Chine distingue les marchés financiers *onshore* et *offshore*. Par conséquent, les taux d'intérêt et les taux de change des centres *offshore* de RMB sont déterminés par leurs conditions de marché respectives. Sur le continent, la succursale de la BPC à Shenzhen rémunère les dépôts en RMB à 0,72 %, la BOCHK collecte et verse 0,629 % aux autres banques. Les clients de banques hongkongaises reçoivent 0,6 % sur leur dépôt en RMB à un an, tandis que les déposants bénéficient du taux de référence de 3,25 % en Chine continentale⁽⁴¹⁾. Ces taux plus bas reflètent le manque relatif de produits financiers pour l'investissement libellés en RMB à Hong Kong.

Le marché des changes *offshore* pour le RMB à Hong Kong a également connu un rebond en septembre 2010 lorsqu'une nouvelle paire de devises négociables, USD/CNH, a été lancée au niveau mondial⁽⁴²⁾. En novembre 2010, le volume quotidien moyen de transactions de change pour le CNH était de 400 millions d'USD, ce qui représentait environ 3 % du volume total des transactions au comptant sur le marché *onshore*.

Sources de l'offre de CNH

Les dépôts en CNH peuvent prendre la forme de dépôts bancaires alimentés soit par (a) des entreprises de Hong Kong recevant des RMB par la vente de biens et de services à la Chine, (b) les dépenses des touristes chi-

nois en RMB à Hong Kong et (c) les swaps de devises entre l'autorité monétaire de Hong Kong et la BPC. Pour la paire de devises USD/CNH, les sources de l'offre en CNH sont équivalentes aux sources de la demande d'USD. Par conséquent, plus le cours USD/CNH est élevé, plus faible sera la demande d'USD pour les sources (a) à (c) dans la mesure où l'USD devient plus cher.

Sources de la demande de CNH

La demande de CNH dans les dépôts bancaires contre l'USD provient (a) des entreprises de Hong Kong qui achètent des biens en RMB à la Chine, et (b) des investisseurs hongkongais qui achètent des obligations libellées en CNH et d'autres produits financiers en CNH. Pour la paire de devises USD/CNH, les sources de la demande de CNH sont identiques à l'offre en USD. Plus le cours USD/CNH est élevé, plus l'offre d'USD provenant de ces deux sources sera importante.

Les citoyens de Hong Kong peuvent convertir les RMB en HKD, mais ils sont limités à un quota de 20 000 RMB par jour et par personne⁽⁴³⁾. Les entreprises étrangères en dehors de Hong Kong peuvent payer et recevoir des RMB par Hong Kong. Par exemple, l'acceptation de plus en plus répandue du RMB en tant que devise de règlement des transactions commerciales par les importateurs en Europe et en Amérique du Nord a provoqué une montée de la demande de CNH. Ces transactions doivent être compensées à Hong Kong⁽⁴⁴⁾. Pour limiter les risques de change excessifs, l'Autorité monétaire de Hong Kong exige également des banques hongkongaises qu'elles limitent leurs positions ouvertes nettes (qu'elles soient longues ou courtes) à 10 % de leurs actifs ou passifs en RMB.

Dans le graphique 5, le taux de marché qui prévaut pour le cours USD/CNH est illustré par l'insertion de D_0 et S_1 à N. Si l'on suppose que D_0 représente la même demande sur les marchés *onshore* et *offshore*, l'apport de capitaux internationaux S_1 est plus important que l'apport limité S_0 sur le marché *onshore*. Il s'ensuit que la paire USD/CNH se négocie moins cher, de x points, par rapport à la paire USD/CNY à Shanghai. Par exemple, le 20 janvier 2011, le cours USD/CNY était à 6,5860 et USD/CNH à 6,5805, de manière à ce que x soit égal à 55 points et que le RMB soit bonifié de 0,08 % sur le marché *offshore* par rapport au marché *onshore*. Lorsque le prix du CNH augmente, les sociétés mères de Chine continentale auront tendance à payer leurs fournisseurs étrangers en USD via leurs filiales à Hong Kong qui peuvent convertir les CNH de leur maison mère en USD. Cela peut être illustré par un déplacement de la demande vers D_1 , réduisant ainsi le prix du CNH par rapport au CNY.

Le graphique 4 montre le cadre dans lequel on peut examiner les facteurs qui facilitent le processus d'internationalisation du RMB en utilisant Hong Kong en tant que centre *offshore*.

40. Le CMU a également été connecté aux dépositaires centraux de titres d'Australie en 1997, de Nouvelle-Zélande en 1998 et de Corée du Sud en 1999, pour permettre aux investisseurs d'investir mutuellement sur leurs marchés de la dette.

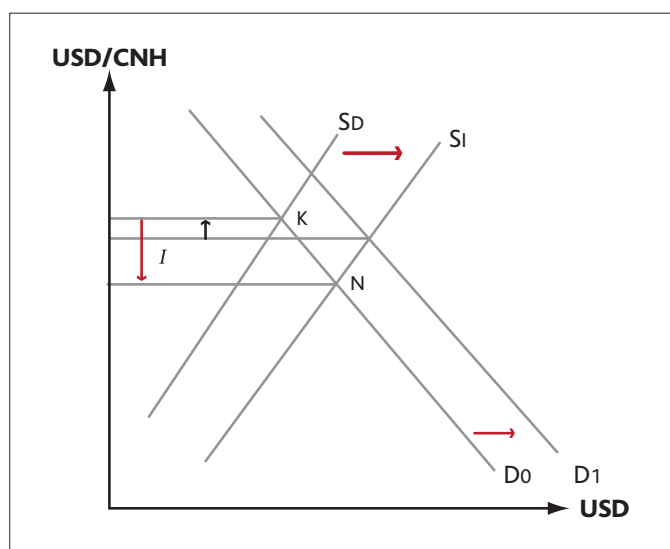
41. La succursale de la BPC à Shenzhen a baissé ses taux d'intérêt de 0,99 à 0,72 % pour les dépôts de la BOCHK le 1^{er} avril 2011. Le 6 avril 2011, la BPC a augmenté le taux pour les dépôts à un an de 3 à 3,25 % ainsi que d'autres taux de rémunération des dépôts et taux d'emprunt de référence.

42. La paire de devises USD/CNH a été lancée et enregistrée par ICAP, un courtier intermédiaire international, sur sa plateforme EBS. Toutes les opérations commerciales en CNH sont réglées à Hong Kong en utilisant le système de règlement brut en temps réel pour le RMB.

43. Le quota de conversion quotidien est valable dans les deux sens, mais les habitants de Hong Kong créent de plus en plus leurs dépôts en RMB en vendant des devises étrangères.

44. Voir *Hong Kong Economic Times*, 25 janvier, 2011.

Graphique 5 – Marché des changes pour le RMB à Hong Kong



Croissance soutenue de l'économie chinoise

Le PIB de la Chine est passé de 200 milliards d'USD en 1978 à 5 800 milliards en 2010, pour un taux de croissance réel annuel de 10 % entre 1978 et 2010. Cela a permis à la Chine de supplanter le Japon en tant que deuxième économie mondiale. Selon les prévisions du FMI, la Chine contribuera à hauteur de 35 % à la croissance mondiale en 2015. Cette croissance forte et soutenue de l'économie chinoise incitera les opérateurs et les investisseurs internationaux à détenir des RMB. Cela fournira la force motrice nécessaire pour initier un renversement de la tendance de la courbe de l'offre d'USD pour acheter du CNH sur le marché *offshore*.

Offre de RMB sur le marché *offshore*

En décembre 2010, l'HKMA et la BPC ont collaboré à la création de deux canaux d'approvisionnement de RMB pour les règlements commerciaux transfrontaliers. Premièrement, les banques de Hong Kong peuvent acheter des RMB pour leurs clients via la BOCHK au sein du CFETS à Shanghai lorsqu'il y a une pénurie de RMB pour régler une transaction commerciale, et ce dans les trois mois. Le quota pour cette conversion entre la BPC et la BOCHK était de 8 milliards de RMB en 2010. Il a été fixé à 4 milliards de RMB pour le premier et le second trimestre de 2011. Deuxièmement, l'HKMA peut fournir jusqu'à 20 milliards de fonds en RMB par ses accords de swap de devises avec la BPC pour le règlement des transactions commerciales transfrontalières en RMB⁽⁴⁵⁾.

Pour avoir une source supplémentaire d'approvisionnement en RMB, le gouvernement chinois a, depuis janvier 2011, autorisé les entreprises chinoises à effectuer leurs ODI en RMB⁽⁴⁶⁾. Les entreprises chinoises non financières peuvent faire des ODI en RMB avec l'approbation du ministère du Commerce. Aujourd'hui, 80 % des ODI de la Chine sont effectués par des entreprises d'État et libellés en USD. Si les ODI peuvent être financés en RMB, une quantité plus importante de monnaie chinoise reviendra à Hong Kong pour être investie dans une gamme de plus en plus variée d'actifs financiers en RMB. Aujourd'hui, les investissements de portefeuille à l'étranger (OPI pour *Outward Portfolio Investment*) de Chine continentale

ne représentent que 5 % de son PIB, bien en dessous des 57 % pour l'Asie de l'Est, 42 % pour les États-Unis et plus de 100 % pour le Royaume-Uni. Mais il existe un potentiel de croissance important des OPI avec l'augmentation du revenu par tête et les prochaines mesures de libéralisation. La progression de l'offre de CNH se traduira par un recul de la demande d'USD, comme cela est montré dans le graphique 4.

Réinvestissement des RMB en Chine continentale

L'augmentation de l'offre et de la demande suscite un potentiel de croissance dynamique du volume de transactions sur le marché *offshore* de Hong Kong. Grâce aux quotas de conversion et aux canaux approuvés pour les flux de RMB entre Shanghai et Hong Kong, la BPC pourrait aussi avoir un contrôle effectif sur le taux de change entre l'USD et le CNH.

Malgré leur croissance, les marchés d'obligations et d'autres produits financiers en RMB à Hong Kong restent d'une taille relativement modeste. Depuis août 2010, les banques de compensation, les banques centrales et les banques commerciales qui fournissent des services en RMB ont été autorisées par la BPC à investir leurs RMB sur le grand marché interbancaire chinois. En décembre 2010, 12 banques de Hong Kong ont obtenu cette autorisation. Les banques de Hong Kong pourraient obtenir un taux de rentabilité plus important de leurs obligations en CNY par rapport aux obligations en CNH. Elles pourraient en retour offrir des taux d'intérêt plus hauts pour attirer plus de dépôts en CNH de manière à ce que plus de personnes cherchent à convertir leurs devises étrangères en CNH à Hong Kong⁽⁴⁷⁾.

Développement équilibré des marchés financiers *offshore* et *onshore*

En tirant parti de son large réservoir de liquidités en RMB et de sa capacité à lancer des produits financiers dans cette monnaie, Hong Kong attire des fonds en RMB de plus en plus importants venus du monde entier. La RAS est particulièrement compétente pour la gestion de patrimoine et de risque pour les produits en RMB.

Les contrats à terme sans livraison (NDF pour *Non-Deliverable Forward*) sont aujourd'hui très prisés en tant qu'instrument de couverture du risque de change pour le RMB⁽⁴⁸⁾. Les contrats doivent être réglés en USD et n'impliquer aucune livraison de RMB. Avec les opérations des marchés *offshore* de RMB, les grandes banques internationales comme HSBC peuvent également proposer des produits d'investissement libellés en CNH, y compris des NDF, de manière à ce que le RMB puisse être livré à Hong Kong.

La croissance du marché *offshore* fournira une référence pour la fixation des prix et la réglementation sur les marchés *onshore* de Shanghai. Cette dernière reconnaît le besoin de mettre en place des réformes de ses institutions et de son système financier afin d'augmenter son efficacité et sa

45. Depuis 2008, la BPC a signé des accords bilatéraux de swap de devises pour le RMB avec les banques centrales de Hong Kong, de Corée du Sud, de Singapour, d'Indonésie, de Malaisie, du Belarus, d'Argentine et d'Islande, pour un total de 803,5 milliards de RMB. Cela permet de fournir les liquidités nécessaires pour le règlement des transactions commerciales en RMB avec ces huit économies.

46. Les entreprises financières, comme les sociétés de valeurs mobilières, ont déjà adopté cette pratique au cas par cas avec approbation de la SAFE.

47. Le gouvernement chinois envisage la possibilité de permettre aux détenteurs de RMB à l'étranger d'acheter des actions A sur le marché boursier chinois par le système Mini-QFII.

48. En réponse au flottement dirigé du RMB, on a constaté une augmentation rapide de la valeur nominale des transactions de NDF en RMB pour les entreprises sur les marchés *offshore* d'environ 250 milliards d'USD en 2005 à 350 milliards en 2007. Les contrats NDF standardisés en RMB ont également été officiellement lancés pour les clients de détail par 16 banques à Hong Kong en novembre 2005.

compétitivité au niveau international. Grâce aux flux financiers en RMB entre Shanghai et Hong Kong, les deux marchés sont susceptibles de bénéficier d'un renforcement de leur compétitivité et de leur capacité d'adaptation, en particulier dans le domaine des produits financiers en RMB et de la gestion des risques qu'ils présentent. Cela permettra à la Chine de mieux se préparer à la convertibilité totale du RMB. Malgré le retour de Hong Kong à la Chine, certains pensent qu'il devrait y avoir des restrictions sur les opérations en RMB dans l'ancienne colonie, le marché *onshore* de Shanghai devant se développer complètement et avant Hong Kong pour que la Chine conserve un contrôle strict sur les taux d'intérêt et les taux de change en RMB. La Chine doit par conséquent s'efforcer de développer de façon équilibrée les marchés *offshore* et *onshore*.

Conclusion

La Chine a insisté sur la nécessité d'adopter une approche graduelle et contrôlée vers la convertibilité totale du compte de capital et un taux de change flexible. Cela a fourni la motivation nécessaire à l'internationalisation du RMB. Cependant, la crise financière mondiale de 2008 a incité les dirigeants chinois à accélérer l'internationalisation de la monnaie chinoise, qui est devenue plus facilement convertible en dehors de la Chine continentale, offrant à Hong Kong un rôle prépondérant en tant que centre *offshore*. Néanmoins, la Chine n'en est qu'au stade préliminaire de l'interna-

tionalisation du RMB. Le pays a réalisé des progrès significatifs pour promouvoir le RMB en tant que devise de règlement des transactions commerciales transfrontalières, mais Hong Kong est encore loin de jouer pour le RMB le même rôle que joue Londres pour le marché des eurodollars. Hong Kong doit collaborer étroitement avec les autorités chinoises pour faire progresser l'internationalisation du RMB dans un processus graduel et bien contrôlé.

Pour faire du RMB une devise d'investissement, les marchés hongkongais doivent offrir une large gamme de produits de gestion du risque et du patrimoine, tandis que la Chine continentale doit libéraliser les taux de change et les taux d'intérêt sur les marchés financiers *onshore*, tout en veillant à un développement équilibré des marchés financiers *onshore* et *offshore*. Cela ouvrira la voie à la convertibilité totale de la devise sur le continent, condition nécessaire pour l'internationalisation complète du RMB. Grâce à la taille et au bon développement des marchés de capitaux et monétaires et à la poursuite d'une croissance forte de l'économie en Chine continentale, il est probable que des entreprises internationales et des gouvernements nationaux de plus en plus nombreux soient prêts à investir dans des actifs libellés en RMB pour constituer une part essentielle de leurs portefeuilles et de leurs réserves.

• Traduit par Camille Richou